

2020 年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究

2021 年 3 月 30 日



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

2020 年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究

债券市场研究部

概要

- 近年来我国违约处置制度建设不断完善，违约处置的市场化程度进一步提升。2020 年我国公募债券市场违约处置方式涉及破产诉讼、债务重组和自筹资金。其中，采用破产重整方式的发行人家数和债券数量显著增多，且处置进程略有提升，合并重整和预重整案例进一步增加，但破产重整难度犹存；我国公募债券市场出现首例成功通过破产和解方式进行违约处置的案例；此外，破产清算和债务重组案例均有所增加。
- 违约常态化背景下，我国公募债券市场违约回收率维持较低水平，截至 2020 年末我国公募债券市场整体回收率为 10.65%，较 2019 年末进一步下降，且整体来看违约回收期限较长。截至 2020 年末，我国违约处置方式以破产重整、自筹资金和债务重组方式为主，其中破产诉讼的回收率水平较低；国有企业和非上市公司的公募违约债券的回收率下降，民营企业和上市公司的公募违约债券的回收率有所上升；各地区和各行业公募违约债券的回收水平维持分化态势。
- 针对我国违约处置和回收的现状，我们建议继续提高司法处置保障水平，提高司法诉讼处置效率，保护债权人整体利益；健全投资人保护制度，完善受托管理人制度和持有人会议制度，切实保护投资人合法权益；完善违约处置的信息披露制度，提升信息披露水平与质量；完善违约债券交易机制，改善相关债券的流动性，推动我国违约债券市场的风险化解。

一、2020 年我国公募债券市场违约处置情况分析

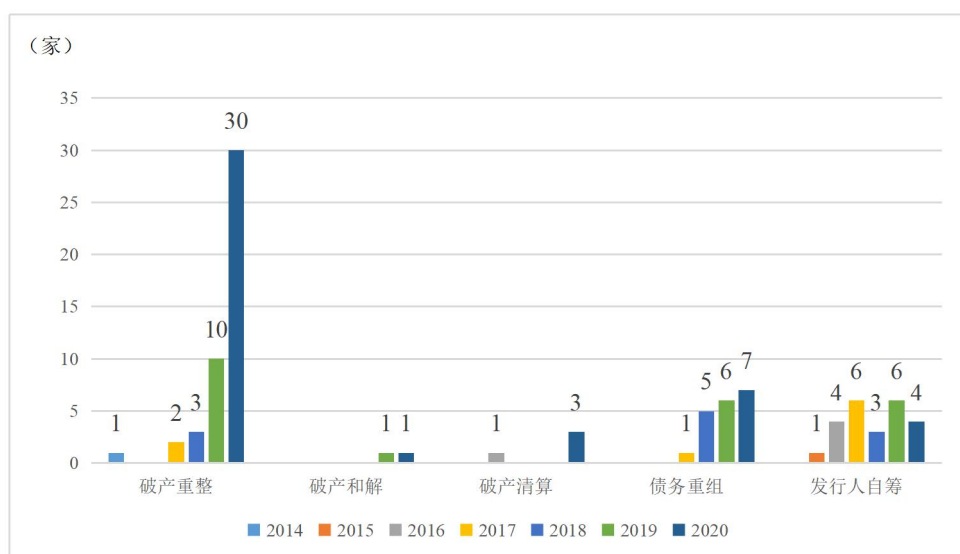
近年来，我国债券市场违约事件常态化发生，债券市场参与者对违约债券处置与回收情况的关注度日益增强，在此背景下，我国违约处置制度建设不断完善，违约处置的市场化程度不断提升。现阶段，我国公募债券市场无担保债券违约处置仍主要通过自主协商和司法程序两种方式，其中自主协商分为自筹资金、第三方代偿和债务重组，司法程序分为求偿诉讼和破产程序¹。从我国公募债券违约处置的实践案例中来看，2017 年之前违约处置最常用的方式是自筹资金，存在较多非市场化干预的情况；近年来，更多的发行人采用破产重整、债务重组等方式进行违约处置，市场化程度逐步提升。

2020 年，受宏观经济下行和新冠肺炎疫情冲击的影响，债券市场违约事件持续发生，弱 AAA 级发行人和信用资质较弱的国有企业的信用风险显著暴露。我国监管层推出多项措施完善违约处置机制，发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会议纪要》、《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》等政策制度，提供债券置换、违约债券转让等市场化处置方式。根据公开数据整理，2020 年我国公募债券市场发生违约处置²的有 45 家违约发行人，涉及 149 期违约债券。违约处置方式涉及**破产重整**（违约发行人 30 家、涉及违约债券 95 期）、**破产和解**（违约发行人 1 家、涉及违约债券 14 期）、**破产清算**（违约发行人 3 家、涉及违约债券 14 期）、**债务重组**（违约发行人 7 家、涉及违约债券 21 期）方式、**自筹资金**（违约发行人 4 家、涉及违约债券 5 期）。整体来看，2020 年进行违约处置的案例较之前年份明显增多。其中，采用破产重整方式的违约发行人家数和涉及的债券期数最多且显著增加，出现破产和解成功案例，破产清算和债务重组案例均有所增加。

¹ 债券违约处置方式内容详见《我国债券违约处置方式和回收情况研究》

<http://www.lhratings.com/lock/research/16955fb67de>。

² 年度违约处置统计口径为：截止 2020 年末我国公募违约发行人中，统计年份内发生实质违约处置进程的发行人和统计年份内确定（或拟定）违约处置方式但尚未有实质回收进展的发行人。其中，破产诉讼进展以当年发生的最新进展为准，不重复统计。



注：图中统计含确定或拟定违约处置方式，但尚未有实质回收进展的情形

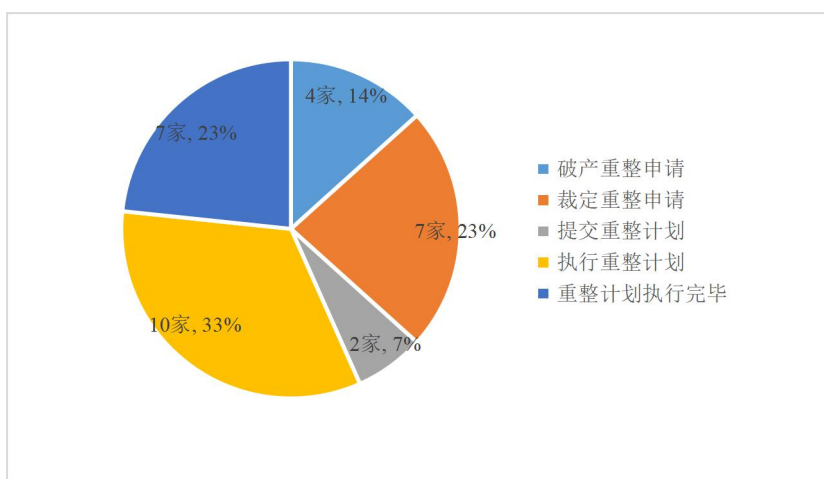
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图1 2014年-2020年我国公募债券部分违约处置方式违约发行人分布情况

（一）破产诉讼

1. 我国采用破产重整方式进行违约处置的发行人显著增多，处置进程略有提升，合并重整和预重整案例进一步增加，但破产重整难度犹存

从破产重整处置进程来看，2020年共有30家发行人采用破产重整方式进行违约处置，其中有4家发行人拟进行破产重整，已向法院提交破产重整申请，7家发行人被法院裁定破产重整，2家发行人处于向法院提交破产重整计划阶段，10家发行人正在执行重整计划，7家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序。整体来看，破产重整违约处置的进程较往年略有提升。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2 2020 年采用破产重整方式违约发行人的处置进程情况

合并重整的案例有所增加，2020 年共有 14 家发行人及其关联企业被法院裁定进入合并重整程序。合并重整是法院在判断企业之间具有股权控制或职务控制等关联关系，企业之间存在法人人格高度混同而导致区分各关联企业成员财产的成本过高、严重损害债权人公平清偿利益时，采用的破产审理方式。合并重整是法律上对各关联企业全部资产与负债在法律上进行合并处理的一种规则。整体来看，合并重整能够简化程序，降低财产处置成本，提高重整效率，有利于债权人的公平清偿利益。近年来合并重整的案例逐渐增多，2020 年合并重整典型案例有重庆力帆控股有限公司（以下简称“力帆控股”）和力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“力帆股份”），二者及其关联公司分别被法院裁定实质合并重整。重整涉及债务人企业主体众多，为综合化解企业集团风险，法院对以力帆股份为核心的 11 家上市板块企业进行合并重整，在尊重各公司法人人格独立的基础上协调推进，并统筹利用上市公司出资人让渡的转增股票引入投资人并清偿债务，保证上市公司板块的整体运营价值，避免了力帆股份退市风险；对以力帆控股为核心的 11 家非上市板块企业进行合并重整，创新采用设立和运营信托计划的方式清偿债务。从法院裁定受理重整申请到批准重整计划并终止重整程序，两个合并重整案的审理时长分别为 102 天和 112 天，重整效率较高。截至 2020 年末，两个合并重整案均处于重整计划执行阶段。

破产重整前进行预重整的违约发行人增多。2019 年以来，我国公募债券市场多家违约发行人采用预重整方式进行违约处置，并于 2020 年有实质进展，如河南众品食业有限公司及其子公司河南众品实业股份有限公司、吉林利源精制股份有限公司³，2020 年贵人鸟股份有限公司、腾邦集团有限公司也采用预重整方式进行违约处置。截至目前，我国公募债券市场预重整案例均采用法庭内重整前置程序的预重整方式，该模式有助于在正式进入重整程序前，给企业更多的时间与债权人进行协商，达成框架性的债务重组协议，有利于在进入破产重整程序后，更快地通过、更顺利地执行重整计划草案，避免企业重整失败，走向破产清算。预重整可以大幅降低破产重整的时间和经济成本，提高重整效率，未来可能在企业破产实务中发挥更为重要的作用。

受诉讼程序复杂、债权人利益难以保证以及不确定性事件冲击等因素影响，破产重整的违约处置方式仍存在较大难度。保定天威集团有限公司（以下简称“保定天威”）自 2015 年首次发生违约事件，2016 年法院裁定受理公司的重整申请，直到 2020 年 4 月 10 日法院裁定重整计划草案并终止破产重整程序，共历时接近 5 年。究其原因，主要是由于重整草案清偿率不高、偿还周期较长、部分职工债权未得到确认等因素，导致重整草案一直未能获得通过，最终管理人以重整状态下普通债权的预估清偿率（15.02%）高于清算状态下普通债权的清偿率（2.68%）为由，请求保定中院强裁。2020 年，受突发新冠肺炎疫情冲击影响，部分违约发行人相关破产程序出现延期或无法如期执行重整计划。整体来看，我国破产重整处置仍存在诉讼时间较长，债权人求偿难度较大等问题。

³ 2019 年 8 月，河南众品食业有限公司及其子公司河南众品实业股份有限公司被法院裁定进行预重整，2020 年 6 月 12 日，经管理人申请，法院裁定众品食业公司等十七家公司合并破产重整，截至 2020 年末，公司重整处在投资人招募、磋商阶段；2019 年 9 月，法院启动对吉林利源精制股份有限公司的预重整程序，2020 年 11 月 5 日，法院裁定受理债权人对公司的重整申请，之后法院裁定批准破产重整计划，12 月 31 日，重整计划执行完毕。

2. 从破产重整计划来看，更多违约发行人对中小债权人设置保护机制，清偿方案更加多样化，给债权人提供一定选择空间

2020 年，东辰控股集团有限公司（以下简称“东辰集团”）、亿阳集团股份有限公司、山东胜通集团股份有限公司、青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”）等违约发行人的破产重整计划均为中小债权人设置特殊保护机制，即对中小债权人进行全额现金清偿，保护起点在 5 万-50 万元之间，有利于保护中小投资者利益。

此外，发行人违约后处置偿债方案更加多样化，给予投资者一定选择权。偿债的方式以现金清偿和债转股为主，偿付的时间包括一次性清偿和分期清偿，以满足不同风险偏好、流动性偏好的投资者的实际需求。例如东辰集团对普通债权 10 万元以上部分可选择现金清偿或现金清偿+债转股/信托计划等方式；盐湖股份将普通债权 50 万元以上部分划分为非银行类和银行类普通债权，非银类债权可以选择留债或以股抵债方式进行清偿，留债部分有多个不同期限的清偿方案可供选择，银行类普通债权需要视非银类债权的选择情况而部分留债并实施以股抵债。重整计划通过差异化的清偿方案，极大地提升了重整进程的效率，并兼顾了各类债权主体的公平性，保护了投资者的合法权益。

3. 我国公募债券市场出现首例成功通过破产和解方式进行违约处置的案例

2020 年西王集团有限公司（以下简称“西王集团”）被法院裁定认可破产和解协议。西王集团受行业景气度下行及所担保公司山东齐星集团债务危机影响，2017 年以来企业融资困难，流动性资金紧张。2019 年 10 月“18 西王 CP001”实质性违约。债务违约发生后，发行人随即组建了债券和解领导小组，拟定债务和解方案并积极与各主要债权人协商沟通，在基本取得主要债权人的支持后，西王集团正式向山东省邹平法院提交债务和解方案，申请破产和解。邹平法院于 2020 年 2 月 26 日裁定受理西王集团的和解申请，4 月 16 日裁定认可西王集团《西王集团有限公司和解协议》（以下简称《和解协议》）。根据《和解协议》，经裁定确认的债权，20 万元债权以下部分在法院裁定批准和解协议之

日起 6 个月内全额以现金清偿完毕；20 万元债权以上的部分，可选择方案一“50%留债 6 年分 4 期清偿+50%转为上市公司股票和拟证券化资产”或方案二“100%留债 10 年分 8 期清偿，利息按当年一年期 LPR 计算”。截至 2020 年末，西王集团完成了 20 万元以下的债权人债券的全额现金清偿工作，方案一涉及的债权人已根据和解协议完成了方案项下涉及的债券转为股权相关程序。

西王集团是我国公募债券市场依托破产和解的方式大规模、集中化解决违约债券的首个案例，和解方案涉及现金清偿、分期偿付、债转股等多样化方式，对我国后续违约债券处置具有重要启示和借鉴意义。

4. 我国公募债券市场破产清算案例有所增加

铁牛集团有限公司（以下简称“铁牛集团”）被法院宣告破产。受汽车行业持续低迷，行业内部竞争激烈，自身品牌竞争力不足等因素影响，2019 年铁牛集团业绩巨幅亏损，偿债能力恶化，且公司存在债务负担较重、债务期限结构不合理等现象，2020 年 8 月法院裁定受理破产重整申请。2020 年 12 月 24 日，法院认为铁牛集团已经严重资不抵债，且无继续经营的能力，缺乏挽救可能性，终止铁牛集团重整程序并宣告铁牛集团破产。富贵鸟股份有限公司（以下简称“富贵鸟”）于 2019 年破产重整失败并转为破产清算，截至 2020 年末，富贵鸟两次财产分配方案⁴执行完毕，法院裁定终结破产程序。上海华信国际集团有限公司于 2020 年 2 月 12 日被法院裁定受理破产清算，但截至 2020 年末尚未有后续进展。

（二）债务重组

2020 年部分发行人在违约后采用场外兑付的方式进行违约处置。场外兑付是指发行人不通过托管机构，直接向债券持有人进行债券兑付，兑付情况不进行市场公开。由于募集说明书中并未直接授予债券发行人场外兑付的权力，因此场外兑付往往是债券到期后发行人与投资者以非公开方式进行协商处理的结

⁴根据富贵鸟公告，《第一次分配方案》向法院裁定确认债权的“14 富贵鸟”持有人派付资金总金额合计约为人民币 1570 万元，统一派付比例为 1.8096%，支付时间为 2020 年 4 月 2 日；《第二次分配方案》向上述债权人派付资金总金额合计约为人民币 285 万元，统一派付比例为 0.3289%，支付时间为 2020 年 9 月 25 日。

果，其实质可视为发行人与投资者达成一致后的“展期”行为。上海巴安水务股份有限公司（以下简称“巴安水务”）采用延期兑付和场外兑付的方式进行**债券违约处置**。2020 年 10 月 19 日，巴安水务公告称因公司可用货币资金有限，短期内无法完成资金回笼，未足额支付“17 巴安债”的本金及利息，构成实质性违约。11 月 5 日，巴安水务公告称拟延期支付“17 巴安债”本息共 4 亿元，并计划分五期兑付完毕，利息为每年 6.5%，最后一期兑付时间为 2021 年 12 月 15 日。2020 年 12 月 14 日，公告称已通过场外兑付第一期金额 0.5 亿元。

此外，天广中茂股份有限公司、中融新大集团有限公司和山东如意科技集团有限公司均曾在实质性违约前通过场外兑付方式偿还债务，但此举仅缓解了公司阶段流动性压力，并未从根本上解决发行人债务危机，这三家公司后续均相继发生实质性违约。对于发行人而言，债券到期前选择场外兑付可以避免直接发生债券违约，有助于提高后续再融资能力。但由于场外兑付的协商过程中信息不公开、不透明，部分公司在出现债券逾期后并未及时公告，反而通过场外兑付拖延违约，损害了债权人的利益。

永城煤电控股集团有限公司（以下简称“永城煤电”）受经济下行、经营亏损影响，公司流动资金紧张，2020 年 11 月未能按期足额兑付“20 永煤 SCP003”、“20 永煤 SCP004”和“20 永煤 SCP007”本息，构成实质性违约。2020 年 11 月和 12 月，永城煤电债券持有人会议通过展期协议，同意永城煤电先行兑付“20 永煤 SCP003”、“20 永煤 SCP004”和“20 永煤 SCP007”50% 本金，剩余本金展期，展期期限与债券原期限一致，展期期间利率保持不变，到期一次性还本付息。山东山水水泥集团有限公司按照和解协议兑付部分本息，目前仍在履约过程中。

此外，据相关报道，2020 年华晨电力股份有限公司称正在与债券持有人协商展期兑付和解方案，泰禾集团股份有限公司和三胞集团有限公司已提出债务重组方案，并获得债权人初步认同；新华联控股有限公司就债务重组方案与相关资管方及债权人进行沟通。

（三）自筹资金

2020 年，康美药业股份有限公司、河北海伟交通设施集团有限公司和北京桑德环境工程有限公司三家公司采用自筹资金的方式进行违约处置。采用自筹资金进行违约处置的发行人较以前年份有所减少，一方面可能是受疫情冲击影响，发行人盈利状况恶化，现金流紧张，资产变现能力较弱，无法短时间内依靠自身信用资质筹集资金。另一方面，随着我国债券市场化程度加深，更多发行人采用市场化出清的方式处置自身债务问题。

二、我国公募债券市场违约债券回收情况及主要特征

（一）截至 2020 年末我国公募债券市场违约回收情况

截至 2020 年末，我国公募债券市场共有 323 期债券构成实质性违约⁵，违约规模⁶合计 2979.25 亿元。

从违约债券回收情况来看，截至 2020 年末，我国公募债券市场的违约债券共 22 期实现全部回收，回收规模合计 156.92 亿元；进行部分回收⁷的债券有 38 期，已回收 110.45 亿元，占相应违约规模（499.23 亿元）的 22.12%；尚未回收的债券共计 223 期，违约规模为 1853.90 亿元；此外，另有 11 家违约发行人⁸涉及的 40 期违约债券已完成或部分完成违约处置，涉及违约规模 469.20 亿元，

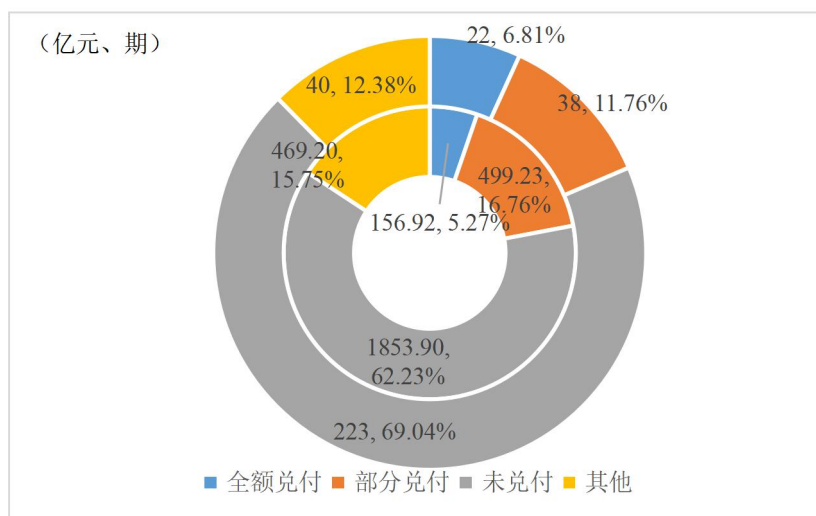
⁵ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券/主体发生违约：一是债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；二是债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：一是如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；二是合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1~2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。

⁶ 包括违约利息和本金。

⁷ 包括已处置完成但未实现全额回收和未处置完成但实现部分回收的情况。

⁸ 东北特殊钢集团有限责任公司、丹东港集团有限公司、亿阳集团股份有限公司、永泰能源股份有限公司、吉林利源精制股份有限公司、沈阳机床股份有限公司、青海盐湖工业股份有限公司、郴州市金贵银业股份有限公司和大连天神娱乐股份有限公司已完成破产重整，但未披露具体回收金额；康美药业股份有限公司通过资产处置等方式筹集到 11.30 亿元用于“15 康美债”回售本息兑付，但后续没有资金发放进展相关公告；信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司已向个人投资者派发回售本金，但其具体金额及机构投资者的回售情况不明。

但由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模（详见图 1）。截至 2020 年末，公募债券市场整体回收率约为 10.65%⁹，较 2019 年末的回收率（11.17%）¹⁰有所下降，受 2020 年新冠疫情影响企业信用风险上升，违约数量增多，回收处置时间较长，导致回收率同比进一步下降。此外，从已经处置完成的 64 期违约债券的回收情况来看，剔除无法得知回收数据的样本，回收率约为 93.91%，较上年（98.54%）有所下降。



注：1、“其他”指已完成或部分完成违约处置，但由于信息披露等原因无法获悉回收规模；2、内圈为违约规模及占比，外圈为违约期数及占比

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图3 截至 2020 年末公募债券市场违约债券回收情况

（二）我国公募债券市场违约回收特点

截至2020年末，我国违约处置方式以破产重整、自筹资金和债务重组方式为主，整体来看违约回收期限较长。国有企业和非上市公司的公募违约债券的回收率下降，民营企业和上市公司的公募违约债券的回收率有所上升。各地区和各行业公募违约债券的回收水平维持分化态势。

1. 违约处置方式以破产诉讼为主、其次为债务重组和自筹资金，而破产诉讼的回收水平仍然较低

⁹ 公募债券市场回收率为回收规模与违约规模的比值，剔除无法获悉回收规模的违约债券，以下同。

¹⁰ 根据最新信息披露，本报告对 2019 年数据进行追溯调整，以下同。

截至2020年末，在已确定（或拟定）违约处置方式的88期公募违约债券中，采用破产重整方式进行违约处置的发行人家数和债券期数最多，较上年末数量有所上升，其次是债务重组和自筹资金方式（详见表1）。我国公募债券市场违约处置方式仍以破产诉讼为主。从回收率水平来看，自筹资金与债务重组的回收率分别为79.14%和35.08%；而破产诉讼的回收率水平较低，可能受到违约发行人进入破产诉讼的程序复杂，回收期限长，回收的不确定性较高影响。此外，求偿诉讼、第三方代偿两种违约处置的回收率水平较高，回收率均在96%以上；而处置抵质押物违约处置方式的回收率为10.12%，可能是由于抵质押物的变卖时间较长，尚未处置完成。

表1 截至2020年末债券违约处置方式及分布情况

违约处置方式				违约发 行人（家）	违约债 券期数 （期）	违约规模（亿 元）	回收规模 （亿元）	回收率 （%）	
已确定（或拟定）处置方式				88	234	2271.54	267.38	14.84	
无 担 保	司法诉讼	破产 诉讼	破产重整	46	136	1280.15	1.42	0.13	
			破产清算	4	16	335.68	0.19		
			破产和解	2	16	112.18	0.00		
				求偿诉讼	1	1	4.02	4.02	100.00
	自主协商			自筹资金	17	23	160.74	106.13	79.14
				第三方代偿	3	3	20.22	19.48	96.34
		债务 重组	延长兑付期限	8	15	174.53	99.87	35.08	
			折价兑付	2	2	16.96	3.28		
			变更债权形式	1	3	31.85	31.85		
			拟货物偿付	1	2	15.83	0.00		
			豁免债务	1	1	11.49	0.00		
			场外兑付	1	1	4.00	0.50		
			其他方式债 务重组	8	16	131.62	0.00		
	仲裁			--	--	--	--	--	
有 担	担保方代偿			--	--	--	--		
	处置抵质押物			2	3	11.76	1.19	10.12	
未确定处置方式				31	89	707.71	0.00	0.00	
合计				118	323	2979.25	267.38	10.65	

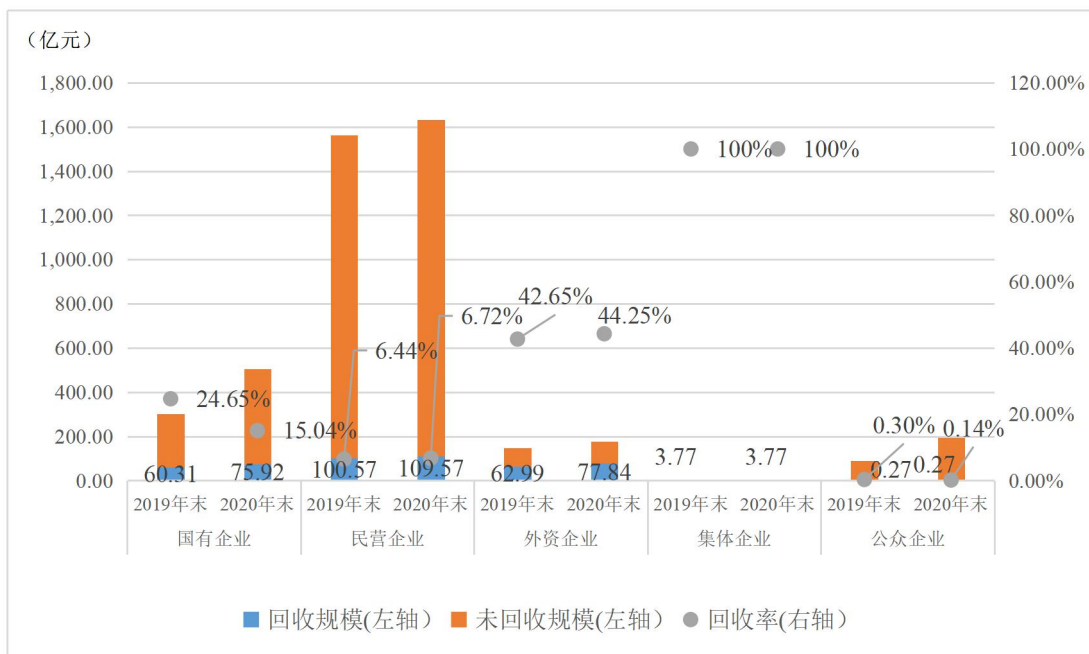
注：1、因同一发行人涉及的一期或多期违约债券可能采用不同违约处置方式进行回收，因此各违约处置方式涉及的发行人家数、违约债券期数和违约规模总和均大于实际违约发行人家数，实际违约债券期数和实际违约规模的合计值；2、表中回收率统计已剔除无法得知回收数据的样本。

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2. 国有企业违约债券回收率有所下降，民营企业违约债券回收率水平略有上升

截至2020年末，我国公募债券市场违约债券发行人中有22家国有企业，涉及债券（56期）违约规模合计629.79亿元，回收规模为75.92亿元，剔除无法得知回收数据的样本，国有企业违约债券回收率为15.04%，较上年末回收率水平（24.65%）有所下降。违约发行人中有79家民营企业，涉及债券（221期）违约规模为1909.90亿元，回收规模为109.57亿元，剔除无法得知回收数据的样本，民营企业违约债券回收率为6.72%，较上年末回收率水平（6.44%）略有上升。整体来看，国有企业违约债券回收率水平有所下降，民营企业违约回收率水平略有上升，但民营企业违约债券回收率仍显著低于国有企业回收水平。主要原因为，2020年国有企业信用风险显著暴露，加之采用破产重整方式处置的国有企业发行人占比较大，回收处置期限较长，不确定性较大。

除国有企业和民营企业外，外资企业、集体企业和公众企业的回收率水平较上年末变化不大。

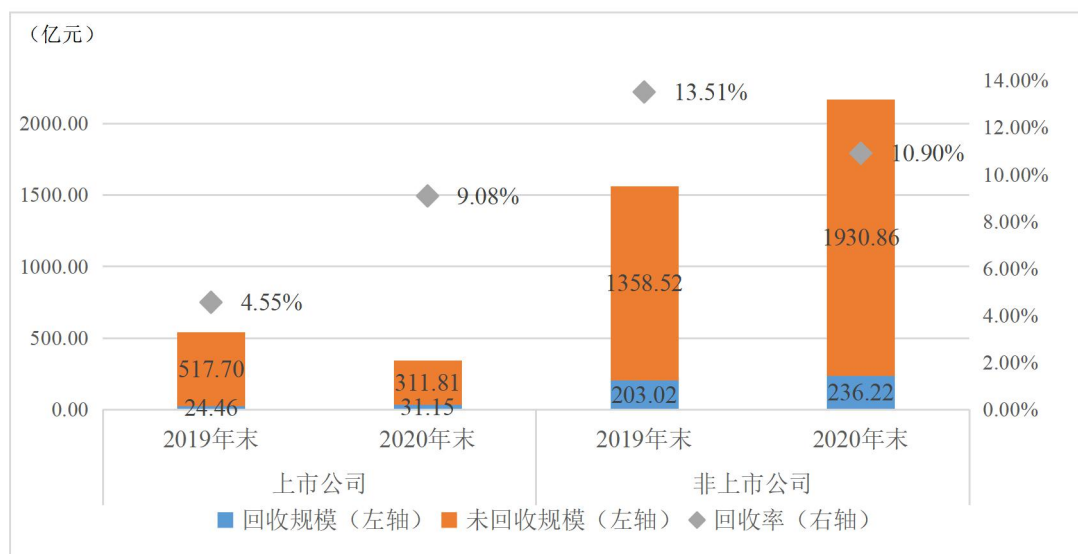


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图4 截至2020年末不同企业性质发行人所发债券违约回收情况

3. 上市公司违约债券回收率有所上升

截至2020年末，我国公募债券市场债券违约涉及的发行人共计118家，包括34家上市公司和84家非上市公司。目前上市公司所发违约债券（77期）共涉及违约规模670.33亿元，回收规模为31.16亿元，剔除无法得知回收数据的样本，上市公司违约债券回收率为9.08%，较2019年末回收率（4.55%）有所上升；非上市公司所发违约债券（246期）共涉及违约规模2308.92亿元，回收规模为236.22亿元，剔除无法得知回收数据的样本，非上市公司违约债券回收率为10.90%，较2019年末回收率（13.51%）有所下降。整体来看，上市公司违约债券回收率有所上升，非上市公司有所下降，主要由于2020年为应对新冠肺炎疫情对宏观经济造成的冲击，监管层连续释放呵护融资环境的措施，市场整体流动性较为充足，与非上市公司相比，上市公司融资环境恢复相对良好，违约状况有所改善。



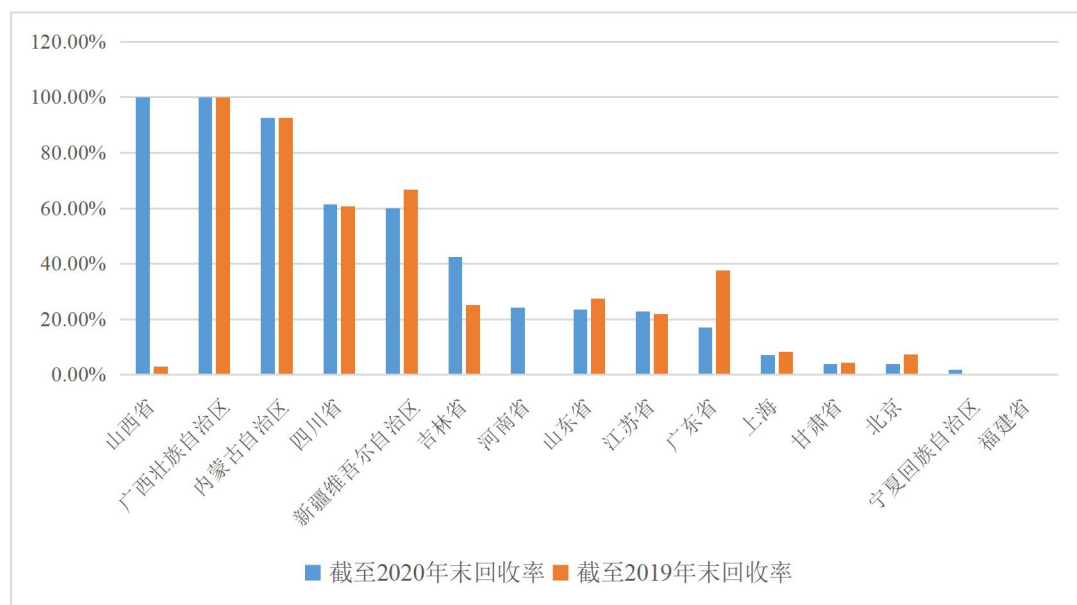
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 截至2020年末上市与非上市公司所发债券违约回收情况

4. 各地区违约债券回收情况维持分化态势，新疆、广东、山东、北京的回收率较上年均有所下降

截至2020年末，公募债券违约主体地区分布涉及24个省/市/自治区，区域分布与2019年末相同。从回收率来看，山西省、广西壮族自治区的公募违约债

券全部回收，违约债券回收率为100%。其次，内蒙古自治区、四川省和新疆维吾尔自治区的回收情况较好，违约债券回收率分别为92.68%、61.49%和60.00%。而辽宁省、浙江省和安徽省等9个地区的回收率为0。从发生违约回收处置的地区来看，相较2019年末，新疆维吾尔自治区、广东、山东、北京的违约债券回收率均有所下降，其中广东省违约回收率降幅较大，可能由于其违约规模上升幅度较大且回收处置期限较长。



注：图中仅列示了截至2020年末违约债券回收率大于0的地区。此外，辽宁省、浙江省、安徽省、河北省、青海省、黑龙江省、湖北省、重庆、天津9个地区的违约债券回收率为0

资料来源：联合资信根据公开资料整理

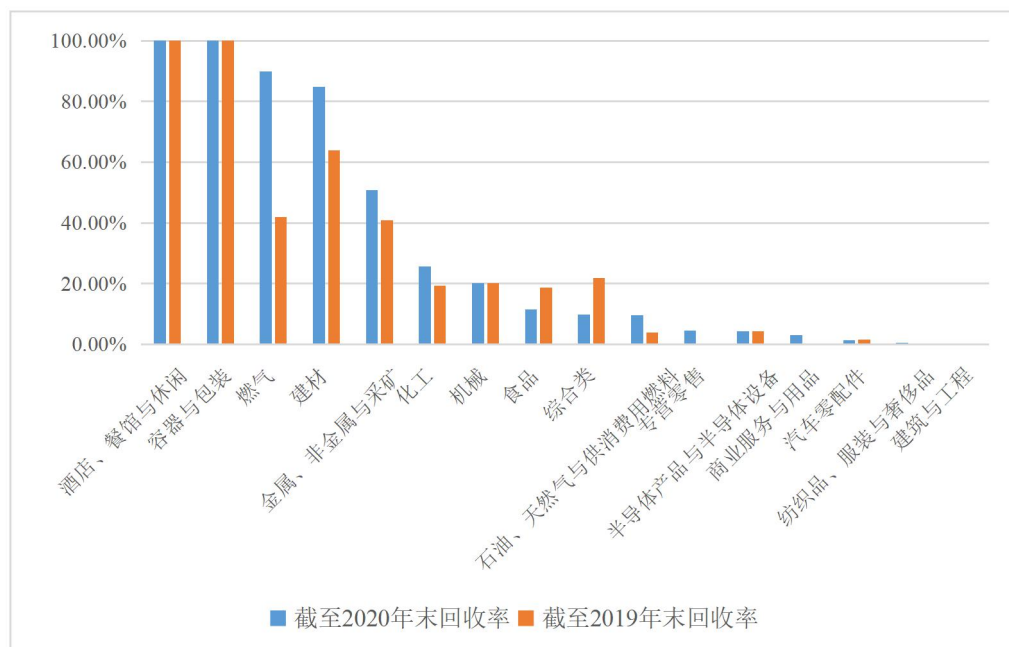
图6 截至2020年末各地区违约债券回收情况

5. 各行业违约债券的回收情况继续维持分化

截至2020年末，公募债券违约主体行业分布涉及38个行业，分布较2019年末（28个行业）更为分散，新增水务¹¹、制药行业等。其中酒店、餐馆与休闲行业，容器与包装行业的发行人所发公募违约债券全部回收，回收率为100%。其次燃气，建材及金属、非金属与采矿行业的回收情况较好，违约债券回收率分别为89.91%、84.74%、50.74%，且回收率水平较上年均有所上升，可能由于这些行业所涉及债券违约时间较早，在我国违约债券普遍有较长的回收期限的情况下较其他行业有更加充分的时间；从其他发生违约处置进展的行业分布来

¹¹由于水务为2020年新增违约行业，回收率数据同比无可比性，因此未在图中列示。

看，相较2019年末，综合类和食品行业的回收率降幅显著，为2019年以来新增违约较多所致。材料、电力、电气设备、房地产管理和开发等21个行业的违约债券回收率为0。



注：所属行业为 Wind 三级行业。图中仅列示了截至 2020 年末违约债券回收率大于 0 的行业。此外，材料、电力、电气设备、电子设备仪器和元件、独立电力生产商与能源贸易商、多元化零售、多元金融服务、房地产管理和开发、航空货运与物流、互联网软件与服务、互联网与售货目录零售、家庭耐用消费品、交通基础设施、贸易公司与工业品经销商、媒体、汽车、软件、通信设备、信息技术服务、纸与林木产品、制药 21 个行业的违约债券回收率为 0

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图7 截至2020年末各行业违约债券回收情况

6. 采用破产重整和债务重组方式的回收期限较长，自筹资金和第三方代偿等方式的回收期限相对较短

截至2020年末，在已经完成违约处置的64期违约债券中，回收期限为1年以上的数量最多，为37期；其次为3个月至1年，有15期。从不同处置方式来看，采用破产重整和债务重组方式的回收期限较长，自筹资金和第三方代偿等回收时间较短（详见表2）。相较自筹资金、第三方代偿方式，债务重组所选取的方式、延长的期限或减免的金额都由双方协商确定，并无明确规定；而破产重整方式程序复杂，这些因素均导致回收的不确定性提高，导致回收时间较长。

表2 截至2020年末违约债券回收期限分布情况

回收期限	违约债券期数（期）		违约规模（亿元）		涉及违约处置方式
	截至2019年末	截至2020年末	截至2019年末	截至2020年末	

<10天	9	8	56.10	57.50	自筹资金/第三方代偿/债务重组
10天~3个月	4	4	24.34	24.34	自筹资金
3个月~1年	12	15	70.82	138.28	破产重整/债务重组/求偿诉讼/ 自筹资金/第三方代偿
1年以上	9	37	86.93	407.19	破产重整/债务重组/自筹资金

注：1、因同一期违约债券可能涉及多次违约或多次偿付，因此各回收期限涉及的违约债券期数和违约规模总和均大于实际违约债券期数和实际违约规模的合计值

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、总结与建议

近年来，随着我国债券市场违约事件常态化发生，违约处置与回收受到市场参与者的广泛关注，但我国现阶段债券市场化程度较低，违约回收处置的效率不高、进展缓慢，违约回收率仍处于较低水平。在此背景下，2020年我国违约处置制度密集出台，违约发行人选择破产重整回收处置方式的案例进一步增加，市场化、法治化违约处置进程有所加快。现阶段，我国信用债券违约处置仍面临较大困难，主要体现在司法处置保障水平不高、投资人保护制度仍不健全、违约处置信息披露质量较低、违约债券交易机制有待进一步完善等方面。

（一）2020 年我国违约处置政策频出

2020年，我国违约处置机制体制建设不断加快，信息披露与交易转让制度不断完善。具体来看：

一是加强违约处置顶层设计。2020年3月，新《证券法》正式实施，新增了投资者保护章节，明确了债券持有人会议制度和受托管理人制度，同时进一步完善信息披露规则，提高违法违规成本，从法律层面加大了对投资者的保护力度。2020年7月，央行、发改委及证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，围绕构建统一的债券违约制度框架，对债券违约处置应遵循的基本原则，受托管理人制度和债券持有人会议的功能作用，发行人、债券持有人及各类中介机构的职责义务和权利进行规范，同时针对发行人恶意逃废债、债券募集文件薄弱、市场化违约处置机制不健全等若干问题提出统一的解决方向，有助于构建市场化、法治化债券违约处置机制，推动债券市场违

约处置规则的统一。2020年7月，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，统一执法标准，重新明确债券纠纷诉讼主体资格认定、债券案件管辖与诉讼方式、债券持有人权利保护、债券发行人的民事责任，以及其他责任主体的连带赔偿责任等内容，为保护债券投资人的合法权益，促进债券市场健康发展起到积极作用。

二是丰富债券风险处置方式。2020年7月，沪深交易所分别发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，明确债券置换内涵，并从业务内容、操作原则、信息披露等方面对债券置换进行规范，对于债券发行人而言，可以根据自身需求对现有债券通过债券置换方式进行主动管理，缓解企业的短期流动性压力，对于投资人而言，债券置换方式给予投资人更多的选择权，增加债券处置的方式。2020年11月，交易商协会发布《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》，明确现金要约收购可作为处于经营困境的企业债务重组的工具，解决企业的短期流动性困难，进一步丰富了债券风险处置方式。

三是规范违约债券清算流程。2020年3月，上清所发布《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务违约处置指引》，指引分为主体部分与各集中清算业务的“违约处置操作指引”具体章节，主体部分主要包括违约认定与处置实施框架、风险资源使用与偿还顺序、违约处置专家组等相关原则性内容，各集中清算业务“违约处置操作指引”章节对该业务违约头寸处置操作细则和其他针对性条款进行规定，有助于完善银行间市场集中清算业务风险管理制度、明确债券违约清算流程。

四是完善信息披露制度。2020年12月，人民银行、发改委和证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，办法明确了公司信用类债券信息披露的基本原则，统一要求债券信息披露的要件、内容、时点、频率等，并对债券信息披露的监督管理和法律责任等做出规定。**对于债券发生违约的**，办法指出企业应当及时披露债券本息未能兑付的公告，企业、主承销商、受托管理人应当按照规定和约定履行信息披露义务，及时披露企业财务信息、违约事项、

涉诉事项、违约处置方案、处置进展及其他可能影响投资者决策的重要信息。

对于企业进入破产程序的，办法明确企业信息披露义务由破产管理人承担，企业自行管理财产或营业事务的除外，企业或破产管理人应当持续披露破产进展¹²，发生实施对债权人利益有重大影响的财产处分行为的，也应及时披露。此外，办法还在附则中说明对违约债券等特殊类型债券的信息披露要求从其规定执行。办法的出台规范和统一了公司信用类债券的信息披露标准，有助于进一步增强市场透明度，完善市场约束机制，保护投资人合法权益。

五是完善违约交易转让制度。2020年3月，银行间同业拆借中心发布《银行间市场到期违约债券转让规则》，在转让流程方面，规定参与机构可以通过协议转让或债券匿名拍卖开展到期违约债券转让，进一步规范银行间市场到期违约债券转让行为；2020年4月，北京金融资产交易所发布《北京金融资产交易所银行间市场到期违约债券转让业务操作指南》，对违约债券转让的各环节作出具体规定，便利投资者参与银行间债券市场违约债券转让。2020年7月，上交所发布《关于开展特定债券竞买转让有关事项的通知》，明确在上交所转让的特定债券¹³可以按照通知规定采取竞买方式进行转让，并对竞买转让条件做出规定，进一步优化违约债券的转让方式。2020年9月，银行间同业拆借中心发布《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则》，对匿名拍卖债券应满足的相关标准及交易前准备、拍卖申报、报价与交易、监测与违规违约等环节实施细则做出规定，进一步规范匿名拍卖债券业务，引导低流动性债券规范流通。

六是加大逃废债打击力度。华晨汽车和永煤违约后，监管部门迅速出台一系列措施打击各种“逃废债”行为，2020年11月，金稳委会议召开，要求严格维护市场公平和秩序，严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。2020

¹²包括但不限于破产申请受理情况、破产管理人任命情况、破产债权申报安排、债权人会议安排、人民法院裁定情况及其他破产程序实施进展，以及企业财产状况报告、破产重整计划、和解协议、破产财产变价方案和破产财产分配方案等其他影响投资者决策的重要信息。

¹³ 特定债券主要指在上交所上市或挂牌，但未按约定履行偿付义务或存在较大兑付风险的有关债券，主要包括已发生兑付违约的债券，以及存在债券违约情形的发行人发行的其他有关债券等。

年12月，央行经济工作会议明确提出健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。近期四部委联合发布的《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》也指出“逃废债”和“僵尸”企业原则上不能进行金融债务重组，对逃废金融债务企业依法依规进行失信惩戒，加大了对企业“逃废债”行为的打击力度。

（二）现阶段我国违约处置存在的问题与建议

近年来，我国债券市场违约处置市场化程度不断提升，采用司法程序进行违约处置的案例不断增加，但在违约处置过程中，仍存在效率不高、求偿难度较大、回收水平较低等问题。此外，债券投资人保护机制、违约债券交易制度等尚不健全，一定程度上制约了违约处置进展与回收水平。具体来看：

司法处置保障水平不高，处置制度有待完善。目前，债券持有人在破产重整等程序中，普遍存在诉讼时间长、处置成本高，诉讼资格、管辖不明确，财产保全及执行困难，债券持有人求偿难度较大等问题。破产重整制度中债权人和债务人的地位不平等，债权人在重整过程中话语权较低，债权人会议和债权人委员会难以充分发挥作用。因此，建议进一步简化企业破产司法程序，提高处置效率；同时进一步完善企业破产重整制度和破产管理人制度，健全债权人委员会制度，对债权人委员会的监督职权进行明确，实现对债权人整体利益的有效保护。

投资人保护制度仍不健全。一是受托管理人制度有待完善。目前，我国银行间市场和交易所市场在不同程度上建立了受托管理人制度，银行间市场受托管理人制度起步相对较晚，且由于受托管理人角色与后续管理人角色相分离，存在受托管理人行权难度较大，市场各方参与度不高等问题。建议进一步健全债券受托管理人制度，从程序和实体上赋予债券受托管理人在诉讼调解程序中的实质谈判权、财产的处分经营权等，同时制定相应的履职激励机制，提高受托管理人在处置违约债券的积极性。**二是债券持有人会议有待健全。**目前，债券持有人会议制度存在召开和表决机制门槛设置过高、债券持有人参与会议表决的积极性较低、债券持有人会议决议对债券发行人约束力不强，实际执行力

较弱等问题，建议进一步明确债券持有人会议召开的触发条件，降低会议召集门槛，优化会议参与方式和表决方式，明确债券持有人会议决议的法律效力，提高会议决议的实际执行力。三是打击“逃废债”保障制度仍有待完善。目前，各监管部门对发行人资产划转的约束存在一定差异¹⁴，且约束效力不高，在发行人将资产划转后，投资者追偿难度较大。建议进一步加强对打击“逃废债”行为的制度保障，完善对发行人资产划转的制度安排，加强金融监管协调、畅通投资者的追偿渠道，切实保护投资者的合法权益。

违约处置信息披露质量较低。现阶段，我国债券市场违约处置的信息透明度仍有待提升，违约债券仍存在信息披露的规范性较低、披露内容不够充分，违约回收数据披露严重滞后等问题。虽然《公司信用类债券信息披露管理办法》统一了我国公司信用类债券的信息披露标准，也对违约债券信息披露要求有所提及，但更多是对披露内容的原则性指导，具体的信息披露实施细则尚有待明确。建议继续完善违约处置的信息披露制度，加强债券市场互联互通，尽快建立统一的违约债券信息披露规则，细化相应的规则与法律责任，进一步提升违约处置过程中各个环节的信息披露水平。

违约债券交易机制有待进一步完善。目前，银行间市场违约债券可以在北金所和全国银行间同业拆借中心进行转让，交易所违约债券可以在沪深交易所进行转让，不同交易场所在适用债券范围和竞价机制等方面有所不同，存在交投活跃度不高、参与机构范围较小等问题。建议进一步完善违约债券交易制度，拓宽我国债券违约后的市场化退出渠道，逐步建立多层次债券违约交易市场，统一不同交易场所的违约债券转让规则，便利不同类型投资者参与违约债券转让；同时适当放宽合格投资者准入限制，培育专业的投资者队伍，参与到已经违约或者存在违约风险的债券中，改善相关债券的流动性，推动我国违约债券市场的风险化解。

¹⁴ 目前交易商协会和证券业协会已在持有人会议和投资者保护条款中对发行人资产划转进行了约束，而发改委尚无明文规定相关要求。